

### BUY (TP 상향)

목표주가	133,000 원		
현재주가	114,000 원		
Upside	16.7 %		
Key Data	2020년 06월 17일		
산업분류	코스피 서비스업		
KOSPI(pt)	2,141.05		
시가총액 (억원)	33,827		
발행주식수 (천주)	29,673		
외국인 지분율 (%)	46.0		
52 주 고가 (원)	122,000		
저가 (원)	54,600		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	28.4		
주요주주	(%)		
김용우 외 16인	37.4		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	9.6	49.0	67.7
상대주가	-1.3	52.8	63.7

### Relative Performance



### LEADING RESEARCH

Analyst 오승택  
stoh@leading.co.kr  
+822-2009-7315

# 더존비즈온(012510)

## NDR 후기: 구사업 안정성, 신사업 성장성 확인

### 1. 투자이견 및 목표주가

#### 1) 투자이견: 매수

#### 2) 목표주가: 133,000 원

동사에 대한 투자이견 "매수"를 유지하고 목표주가는 기존 111,000 원에서 133,000 원으로 상향한다. 12M Fwd EPS 2,268 원에 Target Valuation 57.5 배를 적용하였다. 공격적인 Multiple 로 보일 수 있지만, 장기적인 성장성이 보장되는 비즈니스 모델과, 국내 ERP 시장 내의 독보적 지위, 코로나 19 사태 이후 디지털 전환이 가속화 되는 시점이라는 점을 감안하고 글로벌 Peer 인 Salesforce.com (60.6x), Intuit(47.0) 등을 고려해보면 타당한 수치라 판단한다.

### 2. 투자포인트

금번 NDR 을 통해 동사의 장기적 사업 방향성과 플랫폼 비즈니스, 핀테크 비즈니스에 대한 현황을 확인했다. Q&A 세션은 주로 ERP 산업의 전반적 성장성과 경쟁사 추이 및 현황, 구독 기반 클라우드 제품인 <WEHAGO T>의 가입자 현황, 신규 진입하는 핀테크 사업 현황 및 추후 기업 데이터 활용 가능성에 집중 되었다. 안정적으로 이익을 창출하며 매년 두자릿 수 성장세를 유지하고 있는 기존 사업에, 위하고, 핀테크 등 신사업에서의 장기 성장 동력을 확인했다.

### 3. 2Q20 실적 Preview

2Q20 실적은 매출액 726 억원 (YoY +16.9%), 영업이익 183 억원 (YoY +20.0%, OPM 25.2%)를 전망한다. ERP 부문은 384 억원으로 YoY 9.7% 성장 달성이 전망되며, 이는 작년 현대백화점, 동서발전 등의 Reference 를 기반으로 한 D\_ERP 의 신규 수주 호조가 이어지고 있기 때문이다. 기타 사업부 또한 고른 성장세를 보일 것으로 전망된다.

<WEHAGO> 플랫폼 고객수는 1 분기 말 기준으로 3,300 개 세무사무소를 돌파 했는데, '19년 12월 2,350 개소였던 점을 감안하면, 빠른 성장세를 보이고 있다. 5월 소득세 신고 이후 이 증가폭이 더 가속화 될 것으로 전망한다. 동사가 보유한 기업의 빅데이터를 활용한 다양한 비즈니스 기회는 추후 확대 가능성이 높을 것으로 예상된다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	2,044	2,269	2,627	3,083	3,744
영업이익 (억원)	505	540	668	831	1,074
영업이익률 (%)	24.7	23.8	25.4	27.0	28.7
지배순이익 (억원)	392	421	506	571	774
PER (배)	25.2	36.6	47.5	57.6	42.5
PBR (배)	5.5	8.6	6.7	8.5	7.3
ROE (%)	23.5	23.4	18.8	15.3	18.6
EPS (원)	1,319	1,418	1,706	1,925	2,610

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

**Q. 고객이 외산 ERP 에서 더존비즈온 제품으로 WinBack 하는 이유는?**

A. 외산 ERP 의 경우 글로벌 사업을 진행하는 국내 대기업들이 주로 사용하는 제품임에도 기존 외산 제품을 사용해 오던 기업들 중 사업 규모에 맞지 않는 ERP 를 사용하는 경우가 있었다. 이 기업들이 더존비즈온의 제품으로 넘어오면서 약 1/3 수준으로 비용절감이 되고 국내 사업에 더 적합한 ERP 를 사용할 수 있게 되기 때문이다.

**Q. 위하고 가입자 추이 및 전망은?**

A. 1 분기 말 기준 WEHAGO T 의 가입자는 약 3,300 여개 세무사무소 수준이다. 기존 Lite ERP 인 SmartA 제품의 클라우드 버전을 2011 년부터 제공하고 있었는데, 클라우드 전환율은 매우 저조한 편이었다. WEHAGO 도입 이후 클라우드 전환이 가속화 되었는데, 작년 말 기준 2,350 여개에서 1 분기만에 3,300 여개 수준으로 증가한 점을 고무적으로 생각한다. 올해 연말까지 6,000~7,000 개 사무소 전환을 목표로 하고 있다.

**Q. 현재 추진중인 핀테크 사업 두가지, 현황은?**

매출채권유동화는 협력사였던 미래에셋캐피탈의 유동성 이슈, 보증보험 관련 기능을 추가 구현해야 하는 이슈로 Delay 되어 12 월에 출시될 예정이다. 이보다 먼저 7 월에 Pilot 사업의 형태로 자회사인 더존테크핀의 자금을 통해 먼저 출시 할 예정이다. 기업신용평가는 기존 일정 그대로 3 분기 출시를 예상하고 있다.

**Q. 매출채권유동화, 기존 방식에서 달라지는 점은 어떤 것들이 있는지?**

기존 방식으로는 금융 파트너사가 리스크를 지고, 더존은 데이터만 제공하며 수수료를 수취할 수 있다. 자회사 자금을 통해 진행하게 되면 더존도 일정 리스크를 지게 되지만 수수료는 올라가게 된다. 다만 약 100 억원의 자금으로 진행하게 되어 전체적인 유동화 볼륨은 작게 시작될 예정이다.

**Q. 최근 정부의 언택트 사업 지원 기조에 따른 수혜는?**

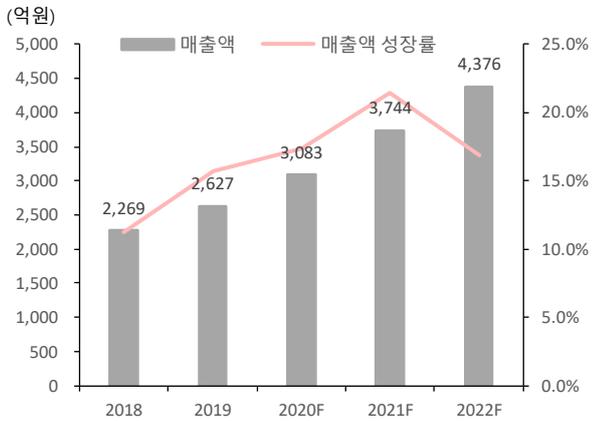
단기적으로 크게 바뀌는 것은 없다. 다만 데이터 3 법 이후 더존이 가지고 있는 기업의 여러 데이터의 가치는 기존과 다를 것으로 보고있고 이를 다양한 방법으로 활용할 방안을 고민하고 있다.

그림 1. 분기별 실적 추정치

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	625	620	607	774	712	726	729	917	849	888	913	1094	2,269	2,627	3,083	3,744	4,376
ERP	361	350	325	399	372	384	369	447	382	400	386	458	1,222	1,435	1,571	1,626	1,701
Lite ERP (Smart A)	105	99	90	96	98	102	95	90	88	88	81	79	395	390	386	337	344
Standard ERP (iCUBE)	100	99	88	113	117	108	101	120	125	117	112	118	349	400	445	471	477
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	155	151	148	190	156	173	173	237	170	195	193	260	479	644	740	818	880
Cloud	118	118	136	146	134	165	184	215	226	277	316	344	450	519	698	1,163	1,661
- WEHAGO	0	1	2	6	9	14	31	60	87	108	142	167	0	9	114	504	867
그림웨어	61	63	57	96	73	54	61	114	106	87	93	147	251	276	302	432	484
정보보안	26	29	29	33	26	32	32	38	27	33	34	40	114	117	128	132	136
전자세금계산서	33	35	34	36	34	36	35	36	34	36	36	37	130	138	141	143	146
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	24	25	19	40	49	31	23	43	50	31	24	43	98	109	146	149	149
임대수익	1	1	6	24	24	24	24	24	24	24	24	24	5	32	98	98	100
(Rev Growth, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	19.6%	12.3%	13.0%	17.7%	13.8%	17.0%	20.1%	18.4%	19.3%	22.4%	25.2%	19.3%	11.2%	15.7%	17.4%	21.4%	16.9%
ERP	23.4%	17.3%	16.3%	13.3%	3.0%	9.7%	13.5%	11.9%	2.8%	4.2%	4.6%	2.5%	9.3%	17.4%	9.5%	3.5%	4.6%
Lite ERP (Smart A)	0.6%	-0.4%	1.5%	-6.0%	-6.5%	3.0%	5.9%	-6.2%	-10.7%	-13.6%	-15.0%	-11.6%	-0.4%	-1.1%	-1.2%	-12.7%	2.2%
Standard ERP (iCUBE)	24.3%	22.1%	20.8%	-0.8%	16.6%	9.1%	14.8%	5.6%	6.5%	8.0%	10.9%	-1.1%	11.7%	14.9%	11.3%	5.8%	1.1%
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	44.9%	29.2%	24.5%	39.6%	0.6%	14.6%	17.3%	24.7%	8.4%	12.4%	11.8%	9.7%	16.9%	34.5%	14.8%	10.5%	7.6%
Cloud	16.6%	7.0%	17.6%	20.2%	13.4%	40.0%	35.2%	46.6%	68.5%	67.9%	71.4%	60.2%	18.9%	15.5%	34.5%	66.6%	42.8%
- WEHAGO	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2032.5%	2201.1%	1770.7%	885.2%	925.1%	654.7%	360.0%	176.3%	#DIV/0!	#DIV/0!	1196.1%	341.8%	72.1%
그림웨어	19.9%	4.8%	-9.7%	24.1%	18.7%	-13.6%	7.6%	19.0%	45.6%	59.3%	51.9%	29.5%	34.4%	10.2%	9.2%	43.3%	11.9%
정보보안	9.5%	-1.3%	15.5%	-7.6%	-1.4%	10.4%	9.7%	14.9%	3.1%	3.2%	4.5%	3.1%	10.9%	2.7%	8.9%	3.5%	3.1%
전자세금계산서	8.5%	10.0%	5.9%	1.0%	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	-10.6%	6.2%	2.1%	2.0%	1.7%
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	9.9%	13.2%	-0.7%	17.5%	101.3%	22.4%	19.6%	7.7%	0.7%	1.9%	4.7%	1.6%	-10.3%	11.2%	34.3%	1.9%	0.2%
임대수익	10.0%	-4.3%	382.2%	1941%	1918.2%	2120.0%	329.2%	0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.5%	5.2%	598.9%	202.5%	-0.1%	2.1%
(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	625	620	607	774	712	726	729	917	849	888	913	1094	2,269	2,627	3,083	3,744	4,376
매출원가	290	272	266	306	310	305	298	354	364	364	391	419	999	1,134	1,267	1,538	1,769
매출총이익	335	348	340	469	402	421	431	563	485	525	521	675	1,271	1,493	1,817	2,206	2,607
판매비	197	196	206	243	239	238	247	261	275	280	286	291	731	825	985	1,132	1,236
영업이익	139	152	134	243	163	183	184	302	210	244	235	384	540	668	831	1,074	1,371
OPM	22.2%	24.5%	22.1%	31.4%	22.9%	25.2%	25.2%	32.9%	24.8%	27.5%	25.8%	35.1%	23.8%	25.4%	27.0%	28.7%	31.3%
비영업손익	12	6	10	-32	-24	-20	-20	-27	-18	-18	-19	-24	0	-4	-90	-79	-93
세전이익	151	158	144	212	139	162	165	277	196	232	229	377	561	664	743	1,033	1,387
당기순이익	114	117	107	173	104	127	129	216	153	181	178	294	425	510	575	806	1,082

자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출액 및 성장률 추이



자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>자산총계</b>	2,743	2,787	7,270	7,943	8,573
유동자산	1,229	1,493	1,020	1,154	1,246
현금및현금성자산	526	442	337	417	450
단기금융자산	253	637	137	137	148
매출채권및기타채권	341	379	485	528	570
재고자산	11	16	15	16	17
비유동자산	1,514	1,294	6,250	6,789	7,327
장기금융자산	82	78	76	81	88
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	1,035	836	3,420	3,662	3,953
무형자산	290	280	310	375	405
<b>부채총계</b>	919	965	3,640	4,048	4,055
유동부채	867	891	951	1,157	1,210
단기차입부채	283	183	204	207	210
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	193	245	246	397	403
비유동부채	51	74	2,689	2,890	2,845
장기차입부채	6	3	2,513	2,597	2,580
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
<b>자본총계*</b>	1,824	1,822	3,630	3,896	4,518
지배주주지분*	1,810	1,794	3,597	3,862	4,484
비지배주주지분	15	28	33	34	34

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	501	621	602	977	998
당기순이익	397	425	510	573	777
현금유입(유출)이없는수익	307	326	453	542	581
자산상각비	157	163	218	264	284
영업자산부채변동	-121	-12	-216	117	-37
매출채권및기타채권감	-49	-45	-107	-51	-42
재고자산감소(증가)	2	-5	1	-1	-1
매입채무및기타채무증	3	10	6	-3	6
<b>투자활동현금흐름</b>	-236	-201	-4,643	-775	-823
투자활동현금유입액	168	475	1,477	30	0
유형자산	9	393	1	1	0
무형자산	13	12	1	0	0
투자활동현금유출액	404	676	6,120	805	823
유형자산	332	183	5,039	518	533
무형자산	45	51	72	96	71
<b>재무활동현금흐름</b>	-115	-505	3,936	-95	-169
재무활동현금유입액	0	218	4,104	80	163
단기차입부채	0	180	0	11	12
장기차입부채	0	0	2,500	64	151
재무활동현금유출액	29	604	37	21	179
단기차입부채	22	280	0	8	9
장기차입부채	7	3	35	12	168
기타현금흐름	0	0	0	-27	26
연결법위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-4	0	-0	0	0
<b>현금변동</b>	146	-85	-105	80	33
기초현금	380	526	442	337	417
<b>기말현금</b>	526	442	337	417	450

자료: Company Data, Leading Research Center

Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>매출액</b>	2,044	2,269	2,627	3,083	3,744
매출원가	841	999	1,134	1,267	1,538
<b>매출총이익</b>	1,204	1,271	1,493	1,817	2,206
<b>영업이익</b>	505	540	668	831	1,074
EBITDA	662	703	886	1,096	1,358
비영업손익	-23	21	-4	-90	-77
이자수익	5	7	12	5	5
이자비용	8	7	28	89	109
배당수익	0	1	0	0	1
외환손익	-9	4	6	1	26
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-11	17	5	-7	0
<b>세전계속사업이익</b>	482	561	664	741	997
법인세비용	85	136	154	168	219
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익*</b>	397	425	510	573	777
지배주주순이익*	392	421	506	571	774
비지배주주순이익	5	4	4	2	3
<b>기타포괄손익</b>	2	-26	-18	1	1
<b>총포괄손익</b>	399	399	493	574	778

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>주당지표 및 추가배수</b>					
EPS*	1,319	1,418	1,706	1,925	2,610
BPS*	6,098	6,046	12,122	13,016	15,112
CFPS	1,688	2,094	2,030	3,292	3,364
SPS	6,890	7,648	8,852	10,391	12,616
EBITDAPS	2,232	2,370	2,987	3,692	4,577
DPS (보통, 현금)	400	450	470	460	460
배당수익률 (보통, 현금)	1.2	0.8	0.6	0.4	0.4
배당성향 (보통, 현금)	30.3	31.1	30.3	26.9	19.8
PER*	25.2	36.6	47.5	57.6	42.5
PBR*	5.5	8.6	6.7	8.5	7.3
PCFR	19.7	24.8	39.9	33.7	33.0
PSR	4.8	6.8	9.2	10.7	8.8
EV/EBITDA	14.9	21.9	29.6	32.1	25.8
<b>재무비율</b>					
매출액증가율	15.7	11.0	15.7	17.4	21.4
영업이익증가율	31.5	6.9	23.7	24.5	29.1
지배주주순이익증가율*	40.5	7.2	20.0	12.4	35.6
매출총이익률	58.9	56.0	56.8	58.9	58.9
영업이익률	24.7	23.8	25.4	27.0	28.7
EBITDA이익률	32.4	31.0	33.7	35.5	36.3
지배주주순이익률*	19.4	18.7	19.4	18.6	20.8
ROA	19.8	19.5	13.3	10.9	13.0
ROE	23.5	23.4	18.8	15.3	18.6
ROIC	37.3	39.2	23.8	18.4	22.6
부채비율	50.4	53.0	100.3	103.9	89.8
차입금비율	15.8	10.2	74.8	72.0	61.8
순차입금비율	-25.5	-49.0	61.8	57.9	48.7

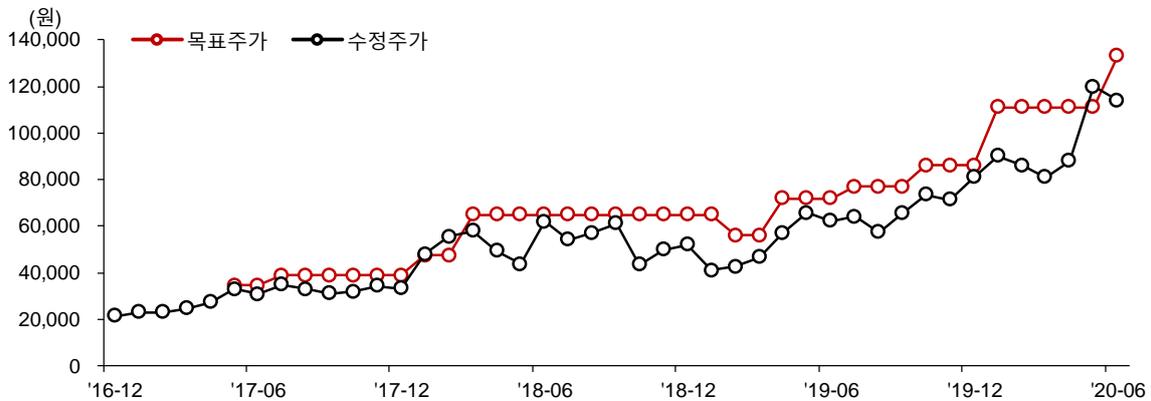
(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

더존비즈온(012510)						
일자	2017-05-02	2017-07-27	2017-9-7	2017-10-30	2018-1-22	2018-1-25
투자 의견	BUY(신규)	BUY(TP 상향)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(TP 상향)	BUY(유지)
목표주가	34,500 원	39,000 원	39,000 원	39,000 원	47,500 원	47,500 원
과리율(%)						
평균주가대비	-8.6%	-15.2%	-15.6%	-13.9%	+4.6%	+6.6%
최고(최저)주가대비	+1.4%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	+21.1%	+21.1%
일자	2018-3-5	2018-4-30	2018-6-4	2018-7-30	2018-9-10	2018-10-29
투자 의견	BUY(TP 상향)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)
목표주가	65,000 원					
과리율(%)						
평균주가대비	-18.2%	-19.4%	-18.2%	-20.8%	-22.8%	-26.4%
최고(최저)주가대비	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-6.0%	-6.0%	-19.7%
일자	2019-2-7	2019-4-29	2019-7-22	2019-7-25	2019-10-14	2019-10-29
투자 의견	BUY(TP 하향)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)
목표주가	56,000 원	72,000 원	72,000 원	77,000 원	77,000 원	86,000 원
과리율(%)						
평균주가대비	-18.4%	-11.2%	-12.8%	-17.5%	-15.1%	-11.0%
최고(최저)주가대비	0.0%	-1.4%	-12.2%	-3.4%	-7.9%	2.2%
일자	2019-11-7	2020-01-22	2020-01-30	2020-04-29	2020-06-18	
투자 의견	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	
목표주가	86,000 원	111,000 원	111,000 원	111,000 원	133,000 원	
과리율(%)		*담당자 변경				
평균주가대비	-10.8%	-16.3%	-16.2%	-3.9%		
최고(최저)주가대비	2.2%	+9.9%	+9.9%	+9.9%		

\* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.03.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%